

# **Kapitalforeningen BLS Invest**

## **Halvårsrapport**

**2015**



# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Ledelsesberetning.....	4
<i>Udviklingen i foreningen i halvåret.....</i>	<i>4</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 1. halvår.....</i>	<i>6</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>10</i>
Halvårsregnskaber.....	11
<i>Danske Aktier KL.....</i>	<i>11</i>
<i>Globale Aktier KL.....</i>	<i>13</i>
<i>Globale Aktier Akk.....</i>	<i>15</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>17</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>17</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>18</i>

Nærværende halvårsrapport for 2015 for Kapitalforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo august 2015. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i halvårsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

# Foreningsoplysninger

---

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007. Medio 2015 omfattede foreningen tre afdelinger:

Danske Aktier KL  
Globale Aktier KL  
Globale Aktier Akk.

Kapitalforeningen BLS Invest  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 70  
CVR nr: 31 06 17 17  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.039  
Hjemmeside: bls-invest.dk

## **Forvalter**

Nykredit Portefølje Administration A/S

## **Bestyrelse**

Poul Almlund (formand)  
Chris Bigler  
Anne Christina Skjønnemand  
Mikael Øpstun Skov

## **Depositær**

Nykredit Bank A/S

## **Revision**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## **Porteføljerådgiver**

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

# Ledelsespåtegning

---

Foreningens bestyrelse og forvalter har dags dato behandlet og godkendt halvårsrapporten for 2015 for Kapitalforeningen BLS Invest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 30. juni 2015.

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen og de respektive afdelinger kan blive påvirket af.

København, den 27. august 2015

## **Forvalter**

### **Nykredit Portefølje Administration A/S**

Jim Isager Larsen

Tage Fabrin-Brasted

## **Bestyrelse**

Poul Almlund  
Formand

Chris Bigler

Anne Christina Skjønnemand

Mikael Øpstun Skov

## Udviklingen i foreningen i halvåret

Foreningen skiftede depositar fra SEB til Nykredit Bank den 6. juni 2015.

### Afkastudviklingen

Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 1. halvår 2015 præget af, at den positive stemning på de finansielle markeder er fortsat ind i 2015 understøttet af en historisk lempelig pengepolitik fra centralbankerne verden over, en lavere oliepris, en styrket USD samt en solid indtjeningsvækst hos de fleste virksomheder.

BLS Invest Globale Aktier KL gav et afkast på 12,8 pct. i årets 6 første måneder.

BLS Invest Globale Aktier AKK gav et afkast på 13,6 pct. i årets 6 første måneder.

BLS Invest Danske Aktier KL gav et afkast på 19,7 pct. i årets 6 første måneder.

BLS Invests afdelinger har som bekendt ikke et benchmark.

BLS Invests bestyrelse finder de opnåede resultater tilfredsstillende.

Afkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 1. halvår 2015'.

## Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 1. halvår 2015 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 312,0 mio. kr. mod -5,8 mio. kr. i samme periode året før.

Den samlede formue i foreningen var 2.343 mio. kr. ultimo juni 2015 mod 2.134 mio. kr. ved starten af året.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 1. halvår 2015'.

De enkelte afdelingers investeringsområde, profil og risici er beskrevet i de respektive afdelingsberetninger, der er en integreret del af denne ledelsesberetning.

### Omkostninger i 2015

I 1. halvår 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 43,3 mio. kr. mod 16,1 mio. kr. i samme periode året før. I 1. halvår 2015 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 1,84% mod 0,72% i samme periode året før.

En oversigt over omkostningsprocenten for de enkelte afdelinger i foreningen er vist i tabellen 'Omkostninger i 1. halvår 2015'.

# Ledelsesberetning

---

## Afkastudviklingen i 1. halvår 2015

Afdeling	Afkast
Danske Aktier KL	19,7%
Globale Aktier KL	12,8%
Globale Aktier Akk.	13,6%

---

## Resultat og formue i 1. halvår 2015

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Danske Aktier KL	106,1	596,8	1.614,84
Globale Aktier KL	202,2	1.688,3	1.868,94
Globale Aktier Akk.	3,7	58,0	1.120,12

---

## Omkostninger i 1. halvår 2015

Afdeling	Omk. procent 1. halvår 2014	Omk. procent 1. halvår 2015
Danske Aktier KL	1,13	2,27
Globale Aktier KL	0,52	1,70
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	-	1,30

---

Note: 1) Afdelingen har været aktiv siden 28. november 2014.

## De økonomiske omgivelser i 1. halvår

Den positive stemning på de finansielle markeder er fortsat ind i 2015 understøttet af en historisk lempelig pengepolitik fra centralbankerne verden over, en lavere oliepris, en styrket USD samt en solid indtjeningsvækst hos de fleste virksomheder. Det har dog ikke skortet på negative overskifter i den seneste tid. Medierne har særligt fokuseret på usikkerheden omkring en afmatning af den økonomiske vækst i Kina og gældssituationen i Grækenland, hvilket til tider har dikteret udviklingen på aktiemarkederne. Hvordan det ender med Grækenland og det store rige i øst eller hvad det fører med sig, har vi ikke en mulighed for at forudsige. Det er dog værd at erindre sig, at den kinesiske økonomi sandsynligvis fortsat vil vokse med 6-7 pct. i de kommende år, og for at sætte Grækenlands bidrag til den globale økonomi i relief, så er størrelsen af det årlige græske bruttonationalprodukt faktisk mindre end den økonomiske fremgang som kineserne gang på gang præsterer på blot ét enkelt kvartal.

## Stor spredning på aktiemarkederne

Bag de overordnede positive afkasttal for første halvår 2015 ligger en meget blandet udvikling på alverdens aktiemarkeder. Mange steder har man nået nye "all time high"-niveauer blandt andet i USA. Her slog Nasdaq-børsen den 15 år gamle rekord fra år 2000, da IT-boblen var på sit højeste. I Danmark er det blevet til hele 28 kursrekorder i løbet af årets 6 første måneder. Man skal dog erindre, at det danske aktiemarked er voldsomt koncentreret og bevæger sig i takt med få meget store selskaber, som sætter trenden herunder særligt Novo Nordisk. I den anden ende af afkastskalaen ligger flere lande fra emerging markets, der generelt er blevet ramt af markant lavere råvarepriser. Brasilien er et af de lande, der har klaret sig dårligst, idet investorerne også er blevet ramt af valutakursudviklingen. Brasilien er i en vanskelig økonomisk situation med en recession, der ser ud til at blive værre end først antaget. Arbejdsløsheden, privatforbrug, industriproduktion og udlånsvækst fra bankerne peger alle i negativ retning. BLS Invest's afdelinger har kun en begrænset eksponering og ingen direkte investeringer i Brasilien.

## Ingen direkte investeringer i Emerging Markets

Fra emerging markets regionen har Kina modsat givet nogle af de højeste afkast om end det samtidig har været en kæmpe rutsjetur første halvår 2015. Frem til omkring midten af juni steg kinesiske A-aktier med mere end 50 pct. for siden at tabe omtrent halvdelen af fremgangen over de sidste 2-3 uger af halvåret. Før

nedturen satte ind var det kinesiske A-aktiemarked steget med over 150 pct. på ét år. BLS Invests afdelinger investerer ikke direkte i Kina på børserne i Shanghai eller Shenzhen, men det er ikke det samme som, at afdelingerne ikke er eksponeret mod Kina. Generelt set anlægges et langsigtet positivt scenario for Kina med en høj strukturel vækst. Der vil naturligvis være en vis cyklicitet undervejs, ligesom en transformation fra en investeringsdrevet økonomi til en mere indenlandsk forbrugsdrevet økonomi kan medføre udsving. Men det ændrer ikke ved den langsigtede trend. Således er kuffertproducenten Samsonite, kasinoerne Galaxy Entertainment og Sands China, luksusmærkerne LVMH og Richemont, elevatorproducenten Kone og danske Novo Nordisk blandt BLS Invests porteføljeselskaber med et betydeligt engagement i Kina. Foreningen lukker ikke øjnene for den seneste kursudvikling i kasinoselskaberne, men vi er med disse investeringer på et meget tidligt stadie i selskabernes livscyklus. Det vil venteligt give bump undervejs. Så længe selskaberne overordnet leverer som forventet, er foreningen fortrøstningsfuld. I slutningen af maj åbnede Galaxy Entertainment glædeligt anden fase ud af i alt fire som led i deres store planer på Macao. Vi finder det meget positivt, at udbygningen blev færdig til tiden, og ser med glæde frem til den forventede værdiskabelse, udvidelsen fører med sig over de kommende år, når gæsterne forsat vil strømme til øen. Det ventes de at gøre i takt med at infrastrukturen udbygges med en bro til fastlandet og højhastighedstogforbindelser til de største byer i Kina. Næsten hele Kinas befolkning har hørt om Macao, men kun en brøkdel har indtil nu besøgt det "forjættede land".

De globale aktiemarkeder er i første halvår af 2015 steget med 11,6 pct. i DKK målt ved MSCI AC World (inklusive udbytter), mens danske aktier er gået endnu mere frem med afkast på over 20 pct. Således steg OMX Copenhagen capped (inklusive udbytter) i samme periode hele 20,9 pct. Den positive udvikling har også smittet af på BLS Invests afdelinger med globale og danske aktier.

BLS Invest Globale Aktier KL leverede et afkast på 12,8 pct. i årets 6 første måneder. Siden etableringen den 30. september 2008 har BLS Invests Globale Aktier KL givet et afkast efter omkostninger på 146,8 pct. BLS Invests afdelinger har som bekendt ikke et benchmark, men til sammenligning er MSCI's verdensindeks (inklusive udbytter) steget med 102,5 pct.

BLS Invest Globale Aktier AKK leverede et afkast på 13,6 pct. i årets 6 første måneder. BLS Invest Globale



# Ledelsesberetning

---

Aktier AKK har ingen lang historik, idet afdelingen blev lanceret den 28. november 2014. Afkastet i perioden derefter og frem til juli 2015 ligger på 12,0 pct. Til sammenligning er MSCI verdensindekset (inklusive re-investerede dividender) steget med 12,5 pct.

De to afdelinger med globale aktier følger hinanden, idet de underliggende investeringer og selskaber er ens. BLS Invests Globale Aktier KL udbetaler udbytte én gang om året, mens selskabernes udbytter og realiserede kursgevinster akkumuleres i BLS Invest Globale Aktier AKK.

BLS Invest Danske Aktier KL steg med 19,7 pct. i årets 6 første måneder. BLS Invests Danske Aktier har siden etableringen den 26. februar 2008 opnået et afkast på 124,2 pct. Til sammenligning er OMX Copenhagen Capped (inkludativ udbytter) i samme periode steget med 84,1 pct.

BLS Capitals fokus er som bekendt at skabe et attraktivt absolut afkast, men afkastene skal på langt sigt også ligge over markedsudviklingen. Således finder BLS Invests bestyrelse de opnåede resultater tilfredsstillende.

## Virksomhedernes udvikling er det vigtigste

BLS Invests bestyrelse finder de historiske afkast meget tilfredsstillende, men de er som bekendt ingen garanti for hvordan det vil gå fremover. Derfor er det vigtigste for foreningen, at de underliggende selskaber i afdelingerne klarer sig godt og på faktorer som omsætning, indtjening, kapitalstruktur og ledelse udvikler sig som forventet. Hvis det er tilfældet, forventes det også, at trenden for aktiekursen på langt sigt vil følge den positive udvikling. Hvordan aktiekurserne arter sig dag til dag domineres ofte af hundredevis af andre faktorer, som foreningen ikke har mulighed for at forudsige endsige vil forsøge at gøre. Seks måneder er i den henseende en meget kort periode, ligesom ét eller flere år også er. Men set over en økonomisk cyklus forventes det, at kvalitetsselskaber generelt vil præstere de højeste afkast. Erfaringen viser, at det nogle gange kræver et meget stort tålmod og endda "is i maven", hvis man skal vente op til 7-10 år for at høste de bedste afkast.

## Hvad er kvalitetsselskaber?

For BLS Capital er kvalitetsselskaber kort og godt selskaber, der har en robust forretningsmodel og en kompetent ledelse. Med lidt flere ord betyder det, at vores fokus er på selskaber, der kan levere en stabil, forudsigelig og lødig indtjeningsudvikling med et højt afkast

på den investerede kapital. Dertil kommer, at selskabets aktiviteter skal generere store frie pengestrømme, der kan komme aktionærene til gode gennem stigende direkte udlodninger eller aktietilbagekøb. Et andet kendetegn for BLS Capitals porteføljeselskaber er at de skal være bundsolide, hvilket ofte betyder, at de har meget lav eller slet ingen gæld. Endelig skal selskabernes ledelse være i topklasse og have leveret stærke historiske resultater samt være økonomisk motiverede til at arbejde for os som aktionærer. Vi ved godt, at det er høje krav at stille, men mindre kan faktisk ikke gøre det, når det fortsat er vores intention at levere de bedste afkast til vores medinvestorer på langt sigt.

## Kursfald i Coloplast udnyttet

I den forløbne periode er Coloplast et godt eksempel på, at foreningen, trods negative kursbevægelser genereret af et konstant nyhedsflow, ikke lader sig rive med af den aktuelle stemning, men i stedet bevarer blikket fast mod det langsigtede perspektiv. Coloplast er den diskrete hjælper for kroniske syge verden over med medicinsk-tekniske produkter til stomi og kontinens. Dette giver stabile og forudsigelige pengestrømme. Coloplast har i mange år været en af dansk erhvervslivs største succeser. Siden der blev foretaget en ændring i ledelsen i 2008 og en øget fokusering på evnen til at skabe større overskud, har ledelsen årligt formået at øge indtjeningen i procent af salget samtidig med, at der er skabt markant værdi. Coloplast har omtrent fordoblet driftsmarginalen siden 2009 fra cirka 16 pct. til over 32 pct. Indtjeningen pr. aktie er i perioden i gennemsnit vokset med over 30 pct. om året understøttet af tilbagekøb af egne aktier. Udviklingen i pengestrømmene for Coloplast har samtidig været på niveau med den årlige indtjening.

Coloplast er det selskab, der har bidraget med de største kursgevinster til BLS Invest Danske Aktier siden afdelingens opstart i 2008, og dette endda uden, at det driftsmæssige potentiale for selskabet er nærved nået. Coloplast har igangsat spændende aktiviteter for at komme tættere på kundegruppen og samtidig øge tilstedeværelsen på det amerikanske marked. Dette har dog ikke været helt uden problemer her i starten af 2015, hvor Coloplast i juni var ude og nedjustere forventningerne til regnskabsåret 2014/15. Nedjusteringen skyldtes kombinationen af en myndighedsundersøgelse i USA, problemer på det britiske marked ved overgang til et nyt receptsystem samt konservative debitorhensættelser som følge af den generelle uro i Grækenland. Det forventes, at Coloplast relativt hurtigt vil lande et forlig i USA og anser problemerne i Storbritannien samt Grækenland for midlertidige. Nedjuste-

ringen får således ikke foreningen til at ændre et positivt syn på fremtidsperspektiverne for selskabet. Den kortvarige turbulens i juni medførte ligefrem, at foreningen også købte aktier i Coloplast til BLS Invests to afdelinger med globale aktier, ligesom selskabet naturligvis fortsat indgår i BLS Invest Danske Aktier.

## **SimCorp er tilbage i sporet**

Et andet dansk selskab, der er værd at fremhæve i første halvår 2015 er SimCorp, der ligeledes indgår i alle BLS Invests afdelinger. SimCorp er en global spiller inden for udvikling og salg af software til brug i en industri, vi i BLS Capital kender rigtig godt, nemlig den finansielle, med et fokus på kapitalforvaltere verden over. Mens selskabet er dominerende i Nordeuropa, er der masser af potentielle kunder for selskabet over alt i resten af verden og markeder som Frankrig, Storbritannien og specielt det Nordamerikanske er spændende forretningsmuligheder. Derfor forventes det også, at de seneste 5 års omsætningsvækst på 6 pct. i gennemsnit, over de kommende år bliver tocifret. SimCorp forrenter i øjeblikket egenkapitalen med hele 80 pct. Omkring 3 pct. af selskabets markedsværdi ligger i kontanter, der sammen med forudsigelige pengestrømme fra forudbetalinger lader SimCorp udlodde 2 pct. samtidig med at man køber aktier tilbage for yderligere 2-3 pct. om året. År 2014 var imidlertid ikke en dans på roser, og især ordreindgangen skabte nogle kortvarige problemer for SimCorp. Efter at have foretaget justeringer i ledelsen i USA og Storbritannien, lader det til, at topledelsen anført af administrerende direktør Klaus Holse Andersen og finansdirektør Thomas Johansen har fundet det rette hold. Det er derfor glædeligt, at SimCorp i 2015 har formået at lande nogle af sine største kontrakter nogensinde med blandt andet franske AXA og M&G Investments, der er et af Storbritanniens største og ældste investeringshuse. Det vurderes, at disse aftaler er de vigtigste i selskabets historie. Dertil kommer, at SimCorps meget konkurrencedygtige produkter samt et godt salgsarbejde på verdens største kapitalmarked gøder jorden for et forestående genembrud i USA. Med voksende opsparing i den vestlige verden ikke mindst fra pensioner, en øget kompleksitet i investeringsprodukter samt flere krav fra myndigheder i form af overvågning og dokumentation, ser vi et langsigtet strukturelt behov for SimCorps produkter. Yderligere ordre til SimCorp vil føre til forholdsvis store stigninger i indtjeningen, hvilket afspejler selskabets forretningsmodel, hvor en stor andel af omkostningerne går til investeringer i nye applikationer til kunderne. Når de først er afholdt vil en større del af den sidste krone på omsætningen slå igennem på bundlinjen.

## **Kun få udskiftninger**

Den omhyggelige udvælgelse af selskaber med høje krav til stabilitet, forudsigelighed og lødighed for indtjening, balance og ledelse betyder, at foreningen ofte er medejere i mange år, når den endelig investerer. Således er der typisk heller ikke en stor løbende udskiftning af porteføljeselskaber.

I første halvdel af 2015 er BLS Invest dog blevet de glade medejere af nye selskaber. Et eksempel på dette er Walt Disney Company, der er blevet en del af afdelingerne med globale aktier. Disney er mest kendt for sine mange tegnefilm og forlystelsesparker, men der er betydeligt flere aktiviteter i selskabet. Disney har sikret sig TV-rettighederne til alle de største amerikanske sportsgrene frem til år 2020 og stiller disse til rådighed for betalende kunder, gennem en lang række kanaler under navnet ESPN. Tidligere i år har Disney klargjort deres store planer for frigivelse af film frem mod 2019. Der er spændende ting i vente. Star Wars, som selskabet har erhvervet rettighederne til, de velkendte Avengers samt opfølgerne til Frozen, er blandt de succeser, der skaber en stor tro på, at dette bundsolide og værdiskabende selskab vil fortsætte med at tjene mange penge og skabe store pengestrømme, hvilket foreningen meget gerne vil tage del i. Indtjeningen er vokset med 17 pct. om året i de seneste 5 år, mens det frie cash flow er steget 13 pct. Forskellen skyldes selskabets investeringer, der skal sikre en fortsat fremgang. Foreløbig er det lykkedes fint for Disney.

## **Starbucks er kommet godt fra start**

Et af de få nye selskaber i den globale portefølje sidste år var den amerikanske kaffekæde Starbucks. Selskabet har en fantastisk historie med høj vækst i salg og indtjening i USA, mens de i dag søger at opnå samme succes på det asiatiske marked. Indtil videre ser dette ud til at gå fremad, som ønsket. Der åbnes i gennemsnit mere end en kaffebær i Kina om dagen, og Shanghai har allerede flere kaffebærere end New York. Potentialt er dog langt fra nået. Læg dertil, at priserne på kaffe fra Starbucks er de samme i Kina, som de er i USA, kombineret med lavere driftsomkostninger, og det begynder at tydeliggøre, hvorfor foreningen som medejere er yderst glade og tilfredse. BLS Invest ser frem til at tage del i en stigende værdiskabelse over en lang årrække i takt med, at Starbucks bliver synlige flere og flere steder. "En kop og et nabolag ad gangen", som selskabet selv ville formulere det. Foreløbig er der i 2015 blevet åbnet mere end 650 cafeer globalt set. Det seneste regnskab bestyrker foreningens høje forventninger. Omsætningen vokser nu med 18 pct., hvor den i starten af årtiet lå tæt på 10 pct. Indtje-

ningsvæksten ligger endnu højere, idet den det seneste kvartal landede på 21 pct. i forhold til tilsvarende periode sidste år. Et centralt nøgletal er ROIC eller afkastet på den investerede kapital, der er et godt pejlemærke for, hvorvidt et selskab skaber værdi til aktionærene. ROIC for Starbucks er over en femårig periode vokset fra 28 pct. til 33 pct. Til sammenligning ligger ROIC for selskaberne i MSCI AC World i gennemsnit på omkring 10 pct. Idet Starbucks afdækker input-omkostningerne, vil de lavere priser på kaffebønner første halvår 2015 først slå fuldt ud igennem på indtjeningen med en forsinkelse på 12-18 måneder. Det er altid rart, at have noget til gode.

## Aktiv forvaltning

Et af de aktuelle temaer for investeringsforeningsindustrien i såvel Danmark som i udlandet blandt myndigheder, presse/nyhedsmedier, investorer og porteføljeformidlere er udtrykt i debatten omkring aktiv forvaltning. Sagens kerne er basalt set hvorvidt investorerne får "value for money", altså om de får aktiv forvaltning for de penge, som de hvert år betaler for at være medlem af en investeringsforening eller som vi kalder det i BLS Capital, er medinvestor, fordi vi investerer sammen og på samme vilkår. Kritikpunkterne går på, at mange porteføljeformidlere i varierende omfang og mere eller mindre tilsigtet lægger sig tæt op ad et benchmark, så afkastene vil lande betryggende og ganske på niveau med markedsudviklingen. Er det tilfældet, er der tale om passiv forvaltning og så skal kunderne betale en lavere pris end ved aktiv forvaltning, hvor formidleren tilfører afdelingen en risiko ved at undervægte eller overvægte selskaberne set i forhold til et benchmark eller markedet. Dermed ikke sagt, at man opnår et merafkast, men muligheden eksisterer. Afdelingerne i BLS Invest forvaltes aktivt. Det hersker der ingen tvivl om, idet BLS Capital overhovedet ikke skeler til markeds sammensætningen eller et benchmark, men udelukkende udvælger porteføljeselskaber, der lever op til de høje kvalitetskrav tidligere beskrevet. Det medfører blandt andet, at vi også må se bort fra hele sektorer og regioner i verden, hvor den nødvendige kvalitet ikke er til stede. Som et statistisk mål for hvor aktiv en manager er bruges ofte begrebet "active share", der indikerer, hvor stor en del af porteføljen, som

er forskellig fra markeds- eller benchmarksammensætningen. Forskellen er foruden formidlerens formål og tilgang i høj grad afhængig af investeringsuniverset, så jo mere snævert afdelingen er defineret, jo mindre er mulighederne for at differentiere sig fra markedet. De aktuelle værdier for den danske afdeling og de globale afdelinger er henholdsvis 73 pct. og 97 pct., hvilket med andre ord betyder, at der blot er 27 pct. og 3 pct. af porteføljerne, der falder sammen med markedet. Det vil med garanti over tid føre til store afvigelser, der forhåbentlig ender med, at BLS Invests afdelinger klarer sig bedst i det lange løb. Sådan har det været indtil videre.

## Forventninger til 2. halvår 2015

Aktiemarkedene har i de sidste mange år kun kendt én vej, og det har været opad. Det har der været mange gode grunde til, og set i bakspejlet er det "nemt" at forklare, hvorfor det er gået sådan. Det er straks sværere at se ind i fremtiden, og man kan sagtens argumentere for, at aktierne skal forsætte med at stige, ligesom man umiddelbart kan pege på en række forhold, der peger i den modsatte retning. Derfor er det umuligt at sige noget håndfast, om hvorvidt det kommer til at gå op eller ned i den kommende tid. Det, vi ved, er, at vi i BLS Capital nøje har udvalgt en række selskaber, som vi er overbevist om vil klare sig godt og præstere fremragende resultater, uanset hvad vej vinden kommer til at blæse. Med en høj vægt af blandt andet forbrugsorienterede selskaber nyder porteføljerne i øjeblikket maksimal gavn af en stærkere USD og lave råvarepriser, der har givet forbrugerne betydeligt flere penge mellem hænderne. Dette ventes indtjeningen i de kommende regnskaber også at bekræfte. BLS Invests porteføljer er på trods af de meget positive aktiemarkeder fortsat attraktivt prisfastsat, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder. Ved halvåret 2015 ligger selskabernes frie pengestrøm i forhold til markedsværdien på 4-5 pct. for såvel den globale som den danske portefølje. Det er dog på ingen måde en garanti mod negative afkast, når stemningen på aktiemarkedene vender en dag.

## Øvrige forhold

### **Samfundsansvar**

Foreningens ledelse har vurderet, at foreningen ind til videre ikke har et behov for en egentlig politik vedrørende samfundsansvar.

### **Politik vedrørende det underrepræsenterede køn**

Bestyrelsen har ikke truffet beslutning om en politik på området.

### **Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder**

Bestyrelsen har ikke defineret en politik på området.

### **Usikkerhed ved indregning eller måling**

Det er ledelsens vurdering, at der ikke er væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter i foreningens afdelinger.

### **Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen**

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdelinger, der kan have påvirket indregningen eller målingen heraf.

### **Begivenheder efter regnskabsårets udløb**

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af halvårsrapporten.

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

### Investeringsområde og profil

Afdeling Danske Aktier har til formål at investere i selskaber handlet på NASDAQ OMX Copenhagen A/S samt i selskaber, hvis aktier handles på et andet reguleret marked i Danmark.

### Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 19,68%. Afkastet findes tilfredsstillende og er på niveau med ledelsens forventninger primo året.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har det danske aktiemarked udtrykt ved OMXC Capped inklusive udbytter givet et afkast på 20,9% i halvåret 2015.

Afdelingens nettoresultat blev på 106,1 mio. kr. Ultimo juni 2015 udgjorde formuen i afdelingen 596,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.614,84 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2015 været 13,4% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

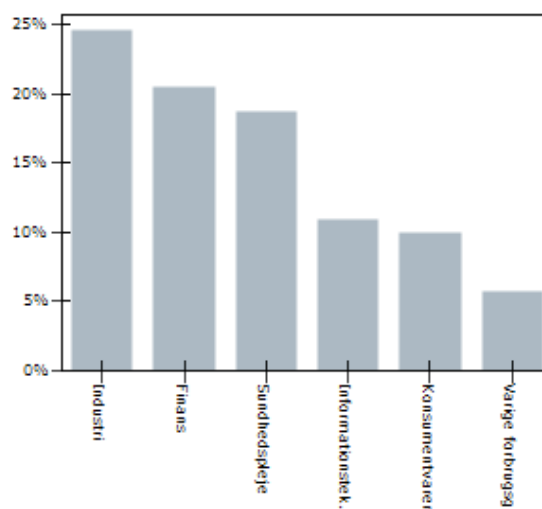
De primære risikofaktorer for afdeling Danske Aktier KL er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdeling Danske Aktier KL's investeringsunivers er begrænset til Danmark, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end investeringer i det globale aktiemarked.

Afdelingens markedsrisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investeroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2014.

### Sektorfordeling



Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

# Danske Aktier KL

## Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2015	1. halvår 2014
Renter og udbytter	8.738	8.279
Kursgevinster og -tab	110.968	41.704
Administrationsomkostninger	-13.598	-8.316
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>106.108</b>	<b>41.667</b>

## Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2015	31. dec. 2014
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	4.128	14.494
Kapitalandele	603.732	513.587
<b>Aktiver i alt</b>	<b>607.860</b>	<b>528.081</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	596.810	524.482
Anden gæld	11.050	3.599
<b>Passiver i alt</b>	<b>607.860</b>	<b>528.081</b>

## Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5	96,6
Øvrige finansielle instrumenter	0,7	2,7
	<b>98,2</b>	<b>99,3</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,8	0,7
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Nøgletal

	1. halvår 2015	2014	1. halvår 2014	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011
Periodens afkast i procent	19,68	5,29	5,81	9,24	15,07	2,01
Indre værdi pr. andel	1.614,84	1.540,95	1.548,50	1.356,19	1.234,69	1.213,80
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	2,27	1,50	1,13	1,45	1,05	0,71
Sharpe ratio	1,27	1,02	1,35	0,32	0,17	0,19
Periodens nettoresultat	106.108	36.637	41.667	49.808	56.662	9.084
Medlemmernes formue ultimo	596.810	524.482	705.254	561.420	449.366	415.747
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	370	340	456	414	364	343

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

### Investeringsområde og profil

Afdeling Globale Aktier har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

### Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 12,76%. Afkastet findes tilfredsstillende og er på niveau med ledelsens forventninger primo året.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har globale aktier udtrykt ved indekset MSCI All Countries inklusive nettoudbytter givet et afkast på 11,70% i halvåret 2015.

Afdelingens nettoresultat blev på 202,2 mio. kr. Ultimo juni 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.688,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.868,94 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo juni 2015 været 12,4% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

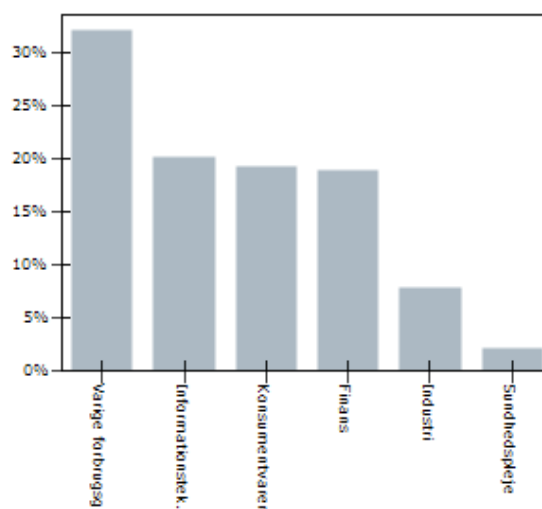
De primære risikofaktorer for afdeling Globale Aktier KL er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Afdeling Globale Aktier KL indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

Afdelingens markedsrisiko og valutarisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investatoroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2014.

### Sektorfordeling



Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

# Globale Aktier KL

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>	<b>1. halvår 2015</b>	<b>1. halvår 2014</b>
Renter og udbytter	24.004	16.544
Kursgevinster og -tab	209.580	-54.478
Administrationsomkostninger	-29.185	-7.775
Resultat før skat	204.399	-45.709
Skat	-2.222	-1.716
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>202.177</b>	<b>-47.425</b>

<b>Balance i 1.000 kr.</b>	<b>30. juni 2015</b>	<b>31. dec. 2014</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	668	936
Kapitalandele	1.704.687	1.589.615
Afledte finansielle instrumenter	-	1
Andre aktiver	5.868	1.033
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.711.223</b>	<b>1.591.585</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	1.688.338	1.580.806
Anden gæld	22.885	10.779
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.711.223</b>	<b>1.591.585</b>

<b>Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	99,2
Øvrige finansielle instrumenter	-	0,1
	<b>98,3</b>	<b>99,3</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,7	0,7
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Nøgletal</b>	<b>1. halvår 2015</b>	<b>2014</b>	<b>1. halvår 2014</b>	<b>1. halvår 2013</b>	<b>1. halvår 2012</b>	<b>1. halvår 2011</b>
Periodens afkast i procent	12,76	5,53	-3,23	11,56	10,12	3,37
Indre værdi pr. andel	1.868,94	1.788,34	1.639,87	1.593,54	1.345,67	1.345,09
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,70	1,60	0,52	1,74	1,58	0,75
Sharpe ratio	1,25	1,08	1,59	0,89	0,67	-
Periodens nettoresultat	202.177	88.316	-47.425	87.308	28.119	9.632
Medlemmernes formue ultimo	1.688.338	1.580.807	1.532.621	944.663	531.137	308.208
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	904	884	934	594	395	230

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.



## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med halvårsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

### Investeringsområde og profil

Afdeling Globale Aktier Akk. har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

Afdelingen er akkumulerende.

### Udvikling i halvåret 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 13,59%. Afkastet findes tilfredsstillende, og er på niveau med ledelsens forventninger primo året.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har globale aktier udtrykt ved indekset MSCI All Countries inklusive nettoudbytter givet et afkast på 11,70% i halvåret 2015.

Afdelingens nettoresultat blev på 3,7 mio. kr. Ultimo juni 2015 udgjorde formuen i afdelingen 58,0 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.120,12 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo juni 2015 været 13,5% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

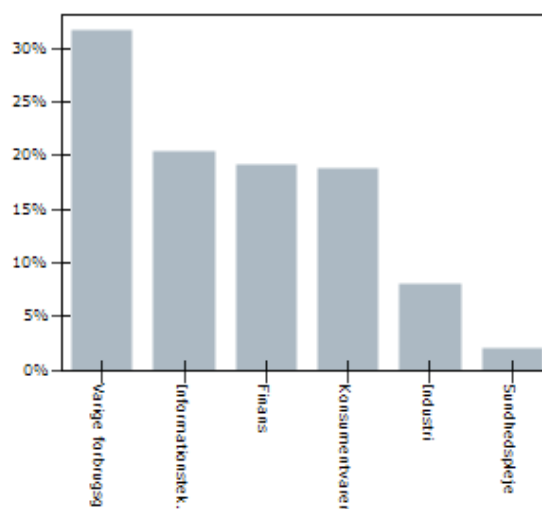
De primære risikofaktorer for afdeling Globale Aktier AKK. er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Afdeling Globale Aktier AKK. indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

Afdelingens markedsrisiko og valutarisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investeroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2014.

### Sektorfordeling



Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

# Globale Aktier Akk.

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>	<b>1. halvår 2015</b>	<b>31. dec. 2014*</b>
Renter og udbytter	599	19
Kursgevinster og -tab	3.746	-310
Administrationsomkostninger	-543	-119
Resultat før skat	3.802	-410
Skat	-57	-2
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>3.745</b>	<b>-412</b>

<b>Balance i 1.000 kr.</b>	<b>30. juni 2015</b>	<b>31. dec. 2014</b>
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler	127	99
Kapitalandele	57.067	28.588
Afledte finansielle instrumenter	-	3
Andre aktiver	5.069	-
<b>Aktiver i alt</b>	<b>62.263</b>	<b>28.690</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue	57.972	28.619
Anden gæld	4.291	71
<b>Passiver i alt</b>	<b>62.263</b>	<b>28.690</b>

<b>Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	85,7	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,2	0,4
	<b>85,9</b>	<b>99,8</b>
Andre aktiver/Anden gæld	14,1	0,2
<b>Finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Sammenligningstal for resultatopgørelsen er fra seneste årsregnskab, da afdelingen ikke tidligere har aflagt halvårsrapport.

<b>Nøgletal</b>	<b>1. halvår 2015</b>	<b>2014</b>
Periodens afkast i procent	13,59	-1,39
Indre værdi pr. andel	1.120,12	986,11
Omkostningsprocent	1,30	0,42
Sharpe ratio	-	-
Periodens nettoresultat	3.745	-412
Medlemmernes formue ultimo	57.972	28.619
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	52	29

\*) Afdelingen har været aktiv fra 28. november 2014.

## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2014. Årsrapporten 2014 indeholder den fulde beskrivelse af anvendt regnskabspraksis, hvortil der henvises.

Der er ikke foretaget review eller revision af halvårsrapporten.

### Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal med totaler, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

## Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. samt retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen.

Der er ingen ændringer i beregningsprincipper i forhold til årsrapporten 2014.

### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i perioden. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo perioden med korrektion for evt. udlodning til investorerne i året.

### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo perioden.

### Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for perioden divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i perioden.

### Sharpe ratio

Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60-måneders periode.

## Foreningens noter

Hoved- og nøgletaloversigt	1. halvår 2015	2014	1. halvår 2014	1. halvår 2013	1. halvår 2012	1. halvår 2011
<b>Periodens afkast i procent</b>						
Danske Aktier KL	19,68	5,29	5,81	9,24	15,07	2,01
Globale Aktier KL	12,76	5,53	-3,23	11,56	10,12	3,37
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	13,59	-1,39	-	-	-	-
<b>Indre værdi pr. andel</b>						
Danske Aktier KL	1.614,84	1.540,95	1.548,50	1.356,19	1.234,69	1.213,80
Globale Aktier KL	1.868,94	1.788,34	1.639,87	1.593,54	1.345,67	1.345,09
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	1.120,12	986,11	-	-	-	-
<b>Omkostningsprocent</b>						
Danske Aktier KL <sup>*)</sup>	2,27	1,50	1,13	1,45	1,05	0,71
Globale Aktier KL <sup>*)</sup>	1,70	1,60	0,52	1,74	1,58	0,75
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	1,30	0,42	-	-	-	-
<b>Sharpe ratio</b>						
Danske Aktier KL	1,27	1,02	1,35	0,32	0,17	0,19
Globale Aktier KL	1,25	1,08	1,59	0,89	0,67	-
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-	-
<b>Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>						
Danske Aktier KL	106.108	36.637	41.667	49.808	56.662	9.084
Globale Aktier KL	202.177	88.316	-47.425	87.308	28.119	9.632
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	3.745	-412	-	-	-	-
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>						
Danske Aktier KL	596.810	524.482	705.254	561.420	449.366	415.747
Globale Aktier KL	1.688.338	1.580.807	1.532.621	944.663	531.137	308.208
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	57.972	28.619	-	-	-	-
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>						
Danske Aktier KL	370	340	456	414	364	343
Globale Aktier KL	904	884	934	594	395	230
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	52	29	-	-	-	-

1) Afdelingen har været aktiv fra 28. november 2014.

\* ) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.



Kapitalforeningen BLS Invest  
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Telefon 44 55 92 00

Fax 44 55 91 70

[bls-invest.dk](http://bls-invest.dk)